

1Q25 点评：利润超预期，《三谋》新赛季在即

核心观点

一季度经调整净利润再超预期。一季度实现调整净利润 3.62 亿元，同比扭亏；经调整净利率 5.2%，同比大幅增加 13.2pct，主要是成本和期间费用控制较好，背后是公司运营效率的持续提升和平台规模效应。

广告业务连续 9 个季度收入增速在 20% 附近。一季度日均用户时长 108 分钟创新高，adload 和 eCPM 预计也有提升。分品类看，效果广告同比增速超 30%；分行业看，游戏广告收入维持第一，家居家装、母婴宠物和 AI 产品增速领先。

《三谋》长青运营效果显著，后续更新较多。一季度游戏收入同比增长 76%，4 月《三谋》S7 赛季首日的用户规模创年内新高。后续节点：1) 5 月 31 日开始 S8 赛季和游戏周年庆；2) 年底推繁体中文版；3) 多端化，包括小程序游戏等。

B 站是稀缺的视频社区平台，拥有全球规模最大、质量最高的中文视频语料库之一，未来利用 AI 优化搜索效果、降低视频制作门槛、提升广告投放效率空间大。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 301.8 亿、333.0 亿、364.8 亿元，同比增长 12.5%、10.3%、9.5%；调整后归母净利润为 20.8 亿、31.9 亿、40.5 亿，同比扭亏、+53.4%、+26.8%。当前市值对应 2025-2027 年预计调后归母净利润的 PE 为 27.6x、18.0x、14.2x，PS 为 1.9x、1.7x、1.6x。

事件

公司发布 25 年一季报。25 年一季度实现收入 70.03 亿元，同比增长 24%；经调整净利润 3.62 亿元，同比扭亏。

维持

买入

杨艾莉

yangaili@csc.com.cn

010-56135145

SAC 编号:S1440519060002

SFC 编号:BQI330

杨晓玮

yangxiaowei@csc.com.cn

010-56135147

SAC 编号:S1440523110001

发布日期：2025 年 05 月 25 日

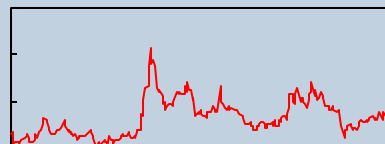
当前股价：18.94 美元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
11.97/-5.57	-10.72/-6.17	8.75/-5.98
12 月最高/最低价 (美元)		29.66/12.96
总股本 (万股)		41,714.73
流通股本 (万股)		33,478.11
总市值 (亿美元)		75.71
流通市值 (亿美元)		75.71
近 3 月日均成交量 (万)		576.64
主要股东		
Rui Chen		12.60%

股价表现



相关研究报告

【中信建投传媒】哔哩哔哩(BILI):4Q24 25.02.26 点评：盈利持续，看好 AI 为用户社区带来赋能

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,528	26,832	30,184	33,302	36,480
YOY(%)	2.9	19.1	12.5	10.3	9.5
经调整归母净利润(百万元)	-3,425	-22	2,080	3,192	4,047
YOY(%)	48.8	99.4	扭亏	53.4	26.8
毛利率(%)	24.2	32.7	37.5	38.5	39.1
经调整归母净利率(%)	-15.2	-0.1	6.9	9.6	11.1
EPS(元/股, 摊薄)	-8.02	-0.05	4.87	7.47	9.47
P/S(倍)	2.55	2.14	1.90	1.73	1.58
P/E(经调整, 倍)	-16.78	-2595.39	27.62	18.00	14.20

资料来源: iFinD, 中信建投证券

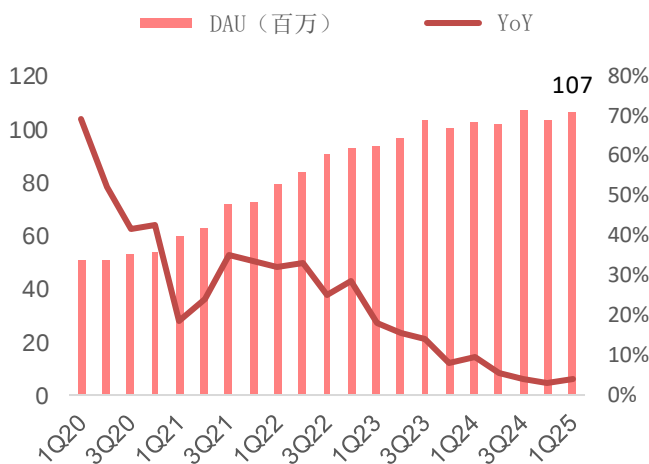
简评

一、用户生态：用户时长创新高，春晚拉动显著

日活稳定 1 亿以上，用户时长和月均付费用户创新高。第四季度日活跃用户 1.07 亿，同比增长 4.2%；月活跃用户 3.68 亿，同比增长 7.8%。用户平均每天在平台上花费 108 分钟创新高，同比增长 2.9%；月均付费用户数达 3200 万，同样创新高，同比增长 10.3%。今年春节成为央视春晚独家弹幕视频平台，除夕夜日活用户较 2024 年同期增长近 20%，当晚 30 岁以下观众占比 83%，春晚成为一季度拉新和用户黏性提高的主要驱动因素。

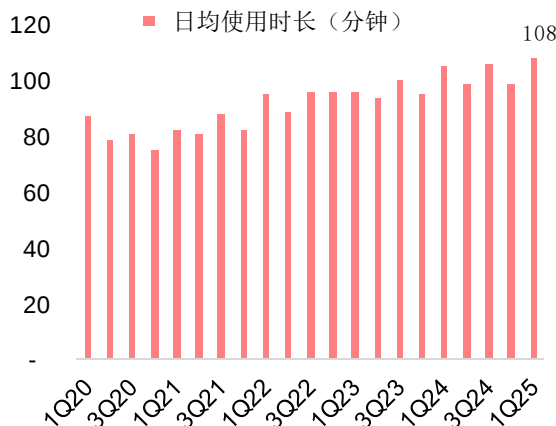
平台内容多元，播放时长持续增长。一季度优势内容游戏和二次元的播放时长同比增长 14% 和 24%。随着活跃用户平均年龄提升至 26 岁，对精神文化和生活消费的需求日益提升，对视频内容的需求也相应多元化。一季度旅游出行、潮流运动、音乐等新兴内容的播放时长均同比增长超 20%。

图表1：哔哩哔哩 DAU（百万）和同比增速



资料来源：公司公告，中信建投

图表2：哔哩哔哩用户日均使用时长（分钟）



资料来源：公司公告，中信建投

二、商业化：广告增速维持 15% 以上，游戏新赛季在即

1、广告业务：一季度收入增速 19%，效果广告驱动增长。一季度公司实现广告收入 19.98 亿元，同比增长 19.7%，23 年至今均能维持 20% 附近的收入增速。分品类看，效果广告同比增速超 30%，成为广告业务的主要增长驱动力。分行业看，游戏行业广告收入仍排名第一，家居家装和母婴宠物收入增速领先，与哔哩哔哩用户平均年龄提升到 26 岁，消费需求逐渐拓展至生活家居的趋势相匹配。

AI 赋能广告业务效果显著。一方面，多模态大模型使算法对用户的消费意图和兴趣有了更深入的理解，提升广告推送的精准度。另一方面，AI 工具可以生成与平台界面和用户语言更加匹配的广告内容，减少人工修改广告内容的频次。目前 AI 生成的效果广告占所有效果广告投放量的 30% 左右。

2、游戏业务：《三谋》长线运营效果显著，新赛季更新在即。一季度公司实现游戏收入 17.31 亿元，同比增长 76.1%，主要是《三国：谋定天下》贡献增量。哔哩哔哩作为国内最大的游戏内容平台之一，对《三谋》

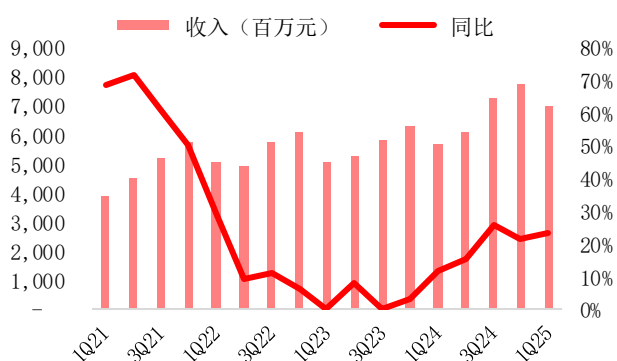
的新用户传播和老用户留存起到显著效果。同时游戏持续进行赛季更新，每一个新赛季都是游戏内容优化和拉新用户的重要手段。四月上线的 S7 赛季首日用户规模创今年以来新高，后续游戏更新节奏：

- 1) 5 月 31 日 S8 赛季，叠加游戏周年庆，将推出新地图、新角色、周年限定皮肤等一系列游戏活动。
- 2) 年底推出《三谋》繁体中文版，主要面向港澳台用户；
- 3) 逐步推进《三谋》的多端化，包括小程序游戏等。

同时关注其他游戏业务布局。哔哩哔哩其他二次元游戏也持续推进长线运营，5 月是《碧蓝航线》八周年庆典，7 月是《FGO》九周年庆典，有望提振流水。此外还有四到五款游戏储备，处于版号申请阶段。公司将持续拓展新游戏品类。

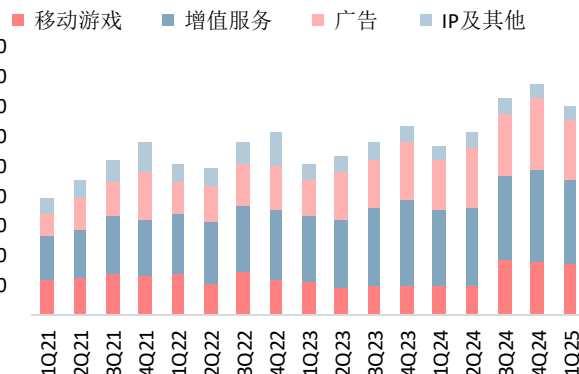
3、增值业务：大会员和充电计划表现亮眼。一季度公司实现增值收入 28.07 亿元，同比增长 11.0%。月均付费用户数达 3200 万创新高，同比增长 10.3%，其中大会员数量达 2350 万，同比增长 7.3%，超 80% 为年费或自动续订用户。一季度近 150 万 up 主在哔哩哔哩获得收入，同比持平。

图表3：哔哩哔哩收入（百万元）和同比增速



资料来源：公司公告，中信建投

图表4：哔哩哔哩各业务收入拆分（百万元）



资料来源：公司公告，中信建投

三、财务情况：毛利率提升，费用控制较好

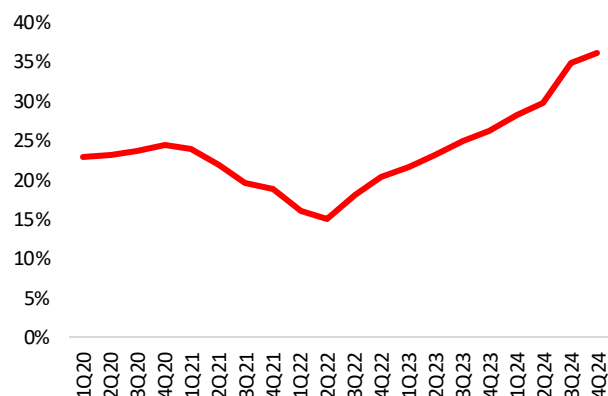
25 年一季度实现经调整净利润 3.62 亿元，同比扭亏；经调整净利率 5.2%，同比大幅增加 13.2pct，主要是毛利率提升，期间费用控制较好。

1、三大因素驱动毛利率同比提升 7.9pct。一季度公司毛利率 36.3%，同比增加 7.9pct，环比基本持平。主要是因为 1) 高毛利率的游戏和广告收入增加，一季度两者收入合计占比 53.2%，同比增加 6.4pct；2) 内容、员工工资、服务器等成本的绝对值保持稳定，随着收入增长，这些成本占收入比例下降；3) 广告和直播业务的毛利率同比均有提升。

2、销售、管理和研发费用率占比下降。一季度销售、管理和研发费用合计 25.2 亿元，同比基本持平；占收入比例 36.0%，同比下降 6.7pct。其中研发和管理费用率分别同比下降 5.0pct 和 2.0pct，主要是收入增加的同

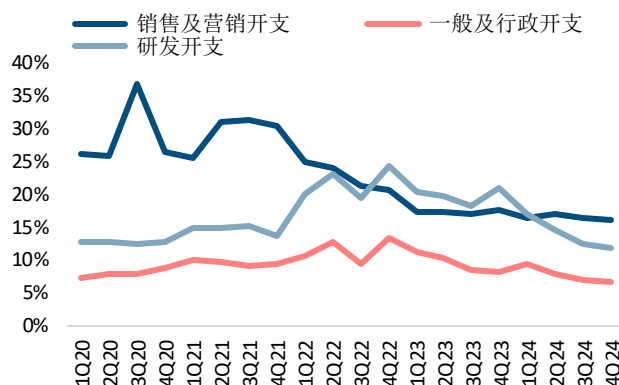
时，费用绝对值略有下降。

图表5： 哔哩哔哩毛利率变化



资料来源：公司公告，中信建投

图表6： 哔哩哔哩各期间费用率变化



资料来源：公司公告，中信建投

投资建议：一季度利润超预期，主要是成本和期间费用控制较好，公司运营效率提升。后续看点较多，包括 5 月底《三谋》大版本更新，下半年小程序和繁体中文版有增量，暑期 Bilibili World 活动等。我们预计公司 2025-2027 年实现营收 301.8 亿、333.0 亿、364.8 亿元，同比增长 12.5%、10.3%、9.5%；调整后归母净利润为 20.8 亿、31.9 亿、40.5 亿，同比扭亏、+53.4%、+26.8%。当前市值对应 2025-2027 年预计调后归母净利润的 PE 为 27.6x、18.0x、14.2x，PS 为 1.9x、1.7x、1.6x。

风险提示：游戏行业政策风险、出海战略失误风险、版号获取不及预期的风险、自研游戏项目 ROI 不及预期的风险、进口游戏版号审批风险、DAU 增长不及预期的风险、DAU/MAU 增长不及预期的风险、付费率降低的风险、毛利率提升不及预期的风险、降本增效不及预期的风险、减亏情况不及预期的风险、社区氛围恶化风险、内容监管风险、直播业务监管风险、广告业务增长不及预期、经济与消费环境恢复不及预期的风险、内容成本增长过快的风险、债务偿还风险。

分析师介绍

杨艾莉

中信建投证券传媒互联网行业首席分析师，中国人民大学传播学硕士，曾任职于百度、新浪，担任商业分析师、战略分析师。2015年起，分别任职于中银国际证券、广发证券，担任传媒与互联网分析师、资深分析师。2019年4月加入中信建投证券研究发展部担任传媒互联网首席分析师。曾荣获2024年新浪财经金麒麟评选传媒行业菁英分析师第一名；2024年21世纪金牌分析师评选传媒互联网行业第三名；2024年Wind金牌分析师评选传媒行业第四名；2024年证券时报·新财富杂志最佳分析师评选入围。

杨晓玮

中信建投证券传媒互联网行业研究员，上海交通大学金融硕士，主要研究游戏、XR、AI应用、潮流玩具等

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk